

AB InBev Efes B.V. ve Bağlı Ortaklıkları Değerleme Raporu

6 Ekim 2023

KPMG Türkiye | Kurumsal Finansman | Değerleme Hizmetleri

Gizli ve özeldir

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. Yönetim Kurulu'na

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. ("Müşteri" veya "Anadolu Efes")'nin talebi üzerine AB InBev Efes B.V. ("Şirket" veya "AB InBev Efes")'nin 31 Ağustos 2023 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun hisse değer aralığının tahmin edilmesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız.

Bu değerlendirme raporu ("Rapor") KPMG ile Anadolu Efes arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 3 Temmuz 2023 tarihli sözleşmesi hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup KPMG'nin değerlendirme ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur.

Bu Rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca yapılan duyuruda yer alan "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar" kapsamında belirtilen kurallara uygun olarak hazırlanmıştır. Ayrıca bu Rapor SPK'nın III.62-1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği' gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDES") kapsamında hazırlanmış olup tüm yönleriyle UDES uyumludur.

Çalışmamız Müşteri'nin bize temin ettiği bilgiler ve kamuya açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Çalışma sırasında, AB InBev Efes'in bağlı ortaklıkları olan JSC AB Inbev Efes Russia ("ABI Efes Rusya") ve PJSC AB Inbev Efes Ukraine ("ABI Efes Ukrayna")'nin geçmiş dönem finansalları, yönetim raporları ve geleceğe yönelik iş planları ile AB InBev Efes B.V. (Solo), Euro-Asien Brauereien Holding GmbH ("Euro-Asien") ve Bevmar GmbH ("Bevmar")'ın geçmiş dönem finansalları ve yönetim raporları kullanılmıştır.

Çalışma sırasında Anadolu Efes tarafından iletilen finansal bilgiler, operasyonel bilgiler ile finansal projeksiyonlar kullanılmıştır. İletilen finansal tablolar ve diğer finansal bilgiler bağımsızlık ilkeleri çerçevesinde tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Tarafımıza temin edilen projeksiyonlar geçmiş dönem finansal sonuçlar ve kamuya açık veriler çerçevesinde analiz edilmiş, Müşteri ile tartışılmış ve gerekli görüldüğü yerlerde düzeltilerek değiştirilmiştir.

Değerleme analizinde kullanılan yöntemler herhangi bir denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Projede, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Dolayısıyla, tarafımıza iletilen mali tablolar üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz.

Genellikle şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, tarafımızca tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulaması Şirket'e aittir. KPMG'nin bu varsayımların uygulanması ve gerçekleştirilmesi konusunda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme analizleri sonucunda ortaya çıkan değer, üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği ve de kararın tamamıyla raporun muhatabı olan Anadolu Efes tarafından verileceği dikkate alınmalıdır. Potansiyel Yatırımcıların risk kriterleri, yatırım ve stratejik hedefleri, ülke ve ekonomik beklentileri, ticari ve operasyonel sinerjileri, hesaplayacakları ve/veya teklif edecekleri şirket değerini etkileyecek ve zamanlamamasına göre farklılık gösterebileceğini not etmek isteriz. Bu raporun muhatabı Anadolu Efes olacaktır.

İstanbul, 6 Ekim 2023

KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş.



Hande Şenova

Kurumsal Finansman Bölüm Başkanı, Ortak

01

Rapor Bilgileri

Rapor Bilgileri (1/4)

Rapor Tarafları	Bu değerleme raporu; Levent, İş Kuleleri, Kule 3, Kat:1-9, 34330 Beşiktaş/İstanbul adresinde mukim olan KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş. tarafından, Fatih Sultan Mehmet Mahallesi Balkan Caddesi No:58/24 Buyaka E Blok Ümraniye-İstanbul adresinde mukim olan Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş. için hazırlanmıştır.
Sözleşme Hakkında	Değerleme sözleşmesi 3 Temmuz 2023 tarihinde taraflarca imzalanmıştır. Sözleşme numarası 202307K12273210 olarak belirlenmiştir. Rapor numarası ve sözleşme numarası aynıdır.
Taraflar Arasındaki İlişkiler	Anadolu Efes adına daha önce herhangi bir değerleme raporu hazırlanmamıştır..
Değerleme Amacı ve Kapsamı	Bu değerleme çalışması, 31 Ağustos 2023 itibarıyla AB InBev Efes B.V.'nin hisse değer aralığının tahmin edilmesi amacıyla hazırlanmıştır. AB InBev Efes B.V.'nin hisse değeri, bağlı ortaklıkları olan ABI Efes Rusya, ABI Efes Ukrayna, Euro-Asien ve Bevmar şirketleri için ayrı ayrı değerleme analizleri yapılarak parçaların toplamı yöntemiyle tahmin edilmiştir.
Değer Esası	Bu raporda tahmin edilen değer "Gerçeğe Uygun Değer"dir. Gerçeğe uygun değer Uluslararası Değerleme Standartları'nda, UFRS 13'e referans verilerek şöyle tanımlanmıştır: "Gerçeğe uygun değer, piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat olarak tanımlanmaktadır."
Değerleme Tarihi	Değerleme tarihi 31 Ağustos 2023'tür.
Rapor Kullanımı, Dağıtımı ve Yayınlanmasına İlişkin Esaslar	Raporumuz AB InBev Efes B.V. ve bağlı ortaklıklarının hisse değer aralığının tahmin edilmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Müşteri'nin dahili kullanımı ile sınırlıdır. Bu Rapor sadece hazırlanma amacına uygun olarak yasal kurumlar ve düzenleyici kuruluşlar (Sermaye Piyasası Kurulu, Borsa İstanbul A.Ş. vb.) ile paylaşılabilir. Bunların dışındaki üçüncü taraflarla paylaşılabilir, KPMG'nin yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdigi bilgilere referans verilemez. Üçüncü tarafların Raporumuzla ilgili verecekleri kararlar dolayısıyla KPMG hiçbir sorumluluk kabul etmemektedir.

Rapor Bilgileri (2/4)

Tarafımıza Sağlanan Bilgiler

Hedef şirketlerin geçmişe yönelik finansal tabloları ve gelecek yönelik finansal projeksiyonları paylaşılmıştır.

Üçüncü Taraflardan Bilgiler

- Benzer şirketler ve benzer işlemlerle ilgili bilgiler için Capital IQ terminali
- Enflasyon tahminleri için Economist Intelligence Unit ("EIU")
- Kurlar için TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi ve EIU
- Risksiz getiri oranı için ABD Hazine Bakanlığı internet sitesi
- Ülke Risk Primi için Aswath Damodaran

Rapor Bilgileri (3/4)

Kullanılan Yöntemler

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi

İNA metodunda, belirli bir dönem için tahmini nakit akışları bugüne indirgenmektedir. Böylelikle, işletmenin gelecekteki nakit akışlarının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer hesaplanır ve işletmenin toplam değerine ulaşabilmek için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir.

Bu yöntemin uygulanması için gerekli finansal projeksiyonlar Anadolu Efes tarafından sağlanmıştır. İletilen finansal projeksiyonlar geçmiş yıllardaki finansal sonuçlarla karşılaştırılarak analiz edilmiş ve gerekli görülen yerlerde Anadolu Efes ile görüşülerek projeksiyonlara ilişkin tahminler revize edilmiştir. İndirgenmiş nakit akışları yöntemi, 'şirkete serbest nakit akışları'nın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile Değerleme Tarihi'ne indirgenmesi suretiyle uygulanmıştır.

AB InBev Efes ve Bağlı Ortaklıkları için 'parçaların toplamı' ile değer tahmin edilmiştir. Söz konusu parçalardan ABI Efes Rusya ve ABI Efes Ukrayna şirketlerine ayrı ayrı indirgenmiş nakit akışları yöntemi uygulanmıştır. Aktif olarak faaliyet göstermeyen veya holding şirket olarak faaliyet gösteren AB InBev Efes B.V. (Solo), Euro-Asien ve Bevmar için nakit akışları uygulamak mümkün olmadığından defter değerleri kullanılmıştır.

İndirgenmiş nakit akışları yöntemi bazı varsayımlar ve tahminler içermektedir. Bu varsayımlardan en önemlileri için duyarlılık analizleri yapılmış ve önemli varsayımların etkisi bu şekilde analiz edilmiştir.

Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Çarpanları

Benzer şirketler ve benzer işlemler çarpanları, pazar yaklaşımı çerçevesinde kullanılan yöntemlerdir. Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Bu sebeple bu yöntemin uygulanmasında benzer olarak dikkate alınan şirketlerin veya işlemlerin büyüme, getiri ve risk gibi değer yaratan unsurlar açısından benzer olması gerekir.

Pazar yaklaşımı çerçevesinde benzer şirketlerin ve benzer işlemlerin net satış çarpanları ve FAVÖK çarpanları incelenmiştir. ABI Efes Rusya ve ABI Efes Ukrayna şirketlerine pazar yaklaşımı uygulanmıştır ancak Rapor'un hazırlandığı tarih itibarıyla bu şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkelerde devam eden savaş sebebiyle pazar karşılaştırması yapmak zor bir hale gelmiştir. Bu sebeple pazar çarpanlarına sonuç değer aralığı ağırlık verilmemiştir.

Benzer şirketlere ait pazar değerleri ve özet finansallar Capital IQ veri tabanından elde edilmiştir. Benzer işlemlere dair veriler de yine Capital IQ'dan sağlanmıştır.

Net Aktif Değer

Net aktif değer metodunda, varlıkların gerçeğe uygun değerinden borçların düşülmesiyle bir işletmenin net aktif değerine ulaşılır.

Bu çalışmada AB InBev Efes B.V. (Solo)'nin 'İştiraklerdeki Yatırımlar' ve 'Diğer Duran Varlıklar' hesaplarında düzeltme yapılmıştır. Euro-Asien ve Bevmar şirketlerinin raporlanan defter değerleri kullanılmıştır.

Rapor Bilgileri (4/4) – Proje Ekibi

Proje Ekibi ve Yetkinlikleri

Hande Şenova,
Şirket Ortağı

25 yılı aşkın kurumsal finansman alanında danışmanlık projelerinde görev almaktadır. Üniversiteden sonra bağımsız denetim uzmanı olarak 3 yıl KPMG'de çalışmış, önde gelen yerli yatırım bankalarından Finansbank Yatırım Bankacılığı bünyesinde Kurumsal Finansman Grup Müdürü olarak Sermaye Piyasalarında aktif rol almış, butik M&A danışmanlık şirketlerinden uluslararası M&A International Türkiye temsilcisi PDF'de orta ölçekli şirket evliliklerine odaklanmış ve son olarak Deutsche Bank İstanbul ofisinde proje müdürlüğü yapmıştır. 2007'den bugüne KPMG Türkiye Danışmanlık ortağıdır. Halka arz, sermaye piyasaları, iş planı, proje değerlendirme, yatırım fizibilitesi, şirket/hisse değerlemesi ve şirket evlilikleri projeleri arasındadır.

Burak Şahin,
Direktör

KPMG Değerleme Hizmetleri departmanı bünyesinde çeşitli sektörlerde yerli ve yabancı pek çok şirket değerlemesi, satın alma fiyatının Dağıtımını ("PPA") ve hisse değişim oranı hesaplaması projelerinde rol almış, değerlendirme hizmetleri tecrübesini derinleştirmiştir. 2016 yılında 13 ay süreyle KPMG İtalya Milano ofiste görev almış ve bu uluslararası görevlendirme sürecinde 150 Milyon Euro'luk (Amsterdam, Hollanda) ve 200 Milyon Euro'luk (Milano, İtalya) ortaklık projelerine dahil olmuştur. Ayrıca, uluslararası görevlendirme sürecinde finansal modelleme ve şirket değerlendirme konularında da deneyim kazanmıştır. Uluslararası geçerliliği olan Certified Valuation Analyst ("CVA") lisansı bulunmaktadır.

Gökhan Kalkan,
Direktör

Kariyerine 2013 yılında dört büyük denetim şirketlerinin birinde denetim departmanında başlamıştır. 2017 yılı Ekim ayında KPMG Türkiye'de değerlendirme hizmetleri danışmanlığı departmanına katılmıştır. KPMG Türkiye'de değerlendirme hizmetleri danışmanlığında çeşitli sektörlerde operasyonlarını sürdüren halka açık veya özel şirketlerin değerlendirme modellerinin (İndirgenmiş Nakit Akışları, İndirgenmiş Temettü Akışları, Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Çarpanları analizleri, Düzeltilmiş Net Aktif Değer analizi vb. gibi yöntemler kullanılarak) hazırlanmasında ve kontrolünde yer almıştır. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir (Lisans no: 214097).

Beyan ve Tebliğ

Mevzuata Uyum ve Bağımsızlık Beyanı

Uluslararası Değerleme Standartları'na Uyum Kapsamında Beyanımız

Bu Rapor'un Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDES") kapsamında hazırlanmış olup tüm yönleriyle UDES standartlarına uyumlu olduğunu beyan ederiz.

Bu Rapor SPK Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 Sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'da yer alan "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar" kapsamında belirtilen kurallara uygun olarak hazırlanmıştır.

Ayrıca SPK Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'ya istinaden gayrimenkul dışındaki varlıkların sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki değerlendirme hizmetini yerine getirebilecek kuruluşların gerekli kriterlerini sağlamaktayız.

Bağımsızlık Beyanı

Değerlemeyi gerçekleştiren proje ekibi, değerlemeyi bütün yönleriyle yürütebilecek gerekli tüm teknik nitelik, deneyim ve bilgiye sahiptir ve bağımsızlık ilkelerine uyduklarını beyan etmektedirler.

Proje ekibi çalışmalar sırasında doğru ve dürüst davranmış, Şirketler'in ortaklarına ve diğer paydaşlarına zarar verecek davranışlardan özenle kaçınmıştır. Çalışmalar yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuş ve bu konuda gereken özen ve titizlik gösterilmiştir.

Proje ekibi, Proje'nin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve raporun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizliği göstermişlerdir.

02

Yönetici Özeti

Yönetici Özeti

Genel Bakış

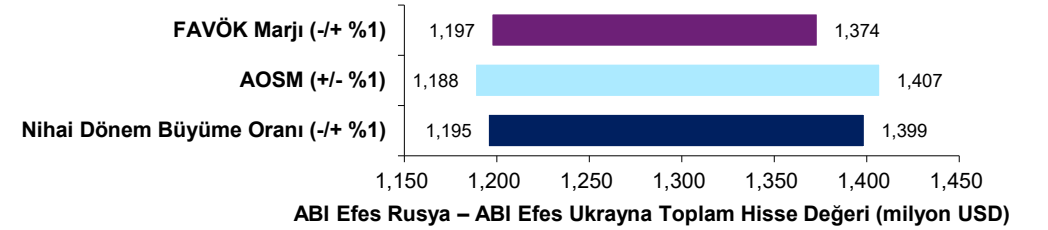
- Çalışmada AB InBev Efes ve Bağlı Ortaklıkları'nın **gerçeğe uygun hisse değer aralığının** tahmin edilmesi amaçlanmıştır. Tahmin edilen değer duyarlılık analizleri yapılarak belirli bir aralıkta sunulmuştur.
- Değerleme tarihi **31 Ağustos 2023**'tür. Proje kapsamında, AB InBev Efes'in bağlı ortaklıklarından olan ABI Efes Rusya **Rus Rublesi (RUB)** cinsinden; ABI Efes Ukrayna, AB InBev Efes (Solo), Euro-Asien ve Bevmar ise **Amerika Birleşik Devletleri Doları (USD)** cinsinden değerlendirilmiştir. AB InBev Efes ve İştirakleri için 'parçaların toplamı' ile değer tahmin edilmiştir.
- Değerleme çalışmasında ABI Efes Rusya ve ABI Efes Ukrayna için uluslararası kabul gören değerlendirme yöntemlerinden gelir yaklaşımı çerçevesinde **İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA)** yöntemi kullanılmıştır. AB InBev Efes (Solo), Euro-Asien ve Bevmar şirketlerinin herhangi bir faaliyeti olmaması ya da holding şirketi olmaları sebebiyle net aktif değerleri kullanılmıştır.

Değerleme Sonucu

- Yapılan analizler sonucunda AB InBev Efes ve Bağlı Ortaklıkları'nın **gerçeğe uygun hisse değer aralığı 1.1 milyar USD ile 1.3 milyar USD aralığında tahmin edilmiştir.**

Duyarlılık Analizleri

- İNA analizlerinde şirket değerine etki edebilecek önemli değişkenler üzerinde duyarlılık analizleri yapılmıştır. Şirket değerinin AOSM, Nihai Dönem Büyüme Oranı ve FAVÖK marjına duyarlı olduğu görülmektedir. Aşağıda konsolide olarak **ABI Efes Rusya ve ABI Efes Ukrayna için duyarlılık analizi** tablosu aşağıda paylaşılmıştır. Diğer bağlı ortaklıkların etkisi ile değer aralığı 1.1 milyar USD ile 1.3 milyar USD aralığında oluşmaktadır.





kpmg.com/socialmedia

© 2023 KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş., şirket üyelerinin sorumluluğu sundukları garantiyle sınırlı özel bir İngiliz şirketi olan KPMG International Limited ile ilişkili bağımsız şirketlerden oluşan KPMG küresel organizasyonuna üye bir Türk şirkettir. Tüm hakları saklıdır.

Gizli ve Özeldir